

# 与国际化妆品知名企业共成长，估值水平偏低

2010年8月6日

强烈推荐/上调

基础化工

调研快报

## ——通产丽星（002243）调研快报

杨若木 基础化工行业分析师 从业资格证书编号：S1480209110083  
010-6650 7316

### 1. 公司是国内最大的化妆品包装企业，服务于全球知名企业

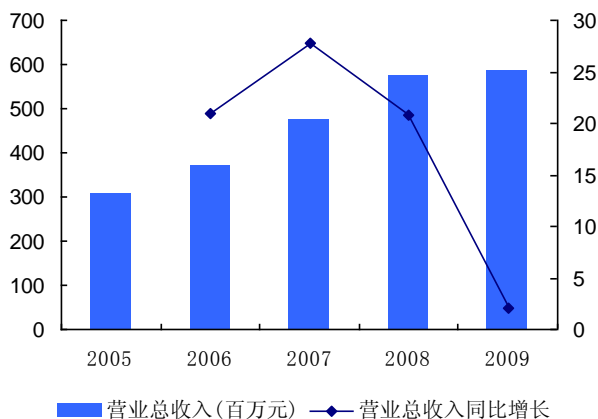
公司国内最大的化妆品包装企业，凭借优良的产品品质、规范的管理体系、全面的综合配套能力以及快速的响应速度赢得了国际知名化妆品企业的青睐，与国际知名化妆品企业如宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯、箭牌、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等国际化妆品知名企业建立了良好的长期稳定的合作关系。公司的业务中有40-50%来自于为国际化妆品大牌提供服务，发展模式上适应国际化妆品品牌的发展战略，迎合客户的需求。

### 2. 公司业绩稳定增长，与化妆品行业增长关联度大

公司上市以来，业绩一直保持了平稳的增长。相比于化工行业具有强周期的特征，这完全是不同的发展模式，体现了公司所处的特色行业。公司的平稳发展，下游关联着化妆品行业的特征，充分显示着化妆品行业的特征。

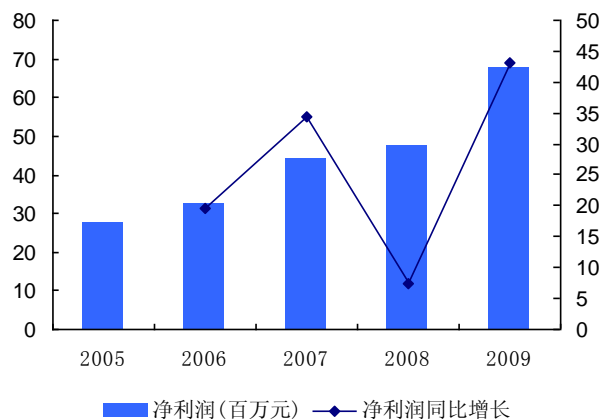
公司除了2008年没有新建项目的投产，净利润增长7.5%之外，一般都是保持30-50%之间的均衡增长。2008年的经济危机对通产丽星的销量影响较小，2009年公司受原油价格下跌和2010年原油价格上涨的业绩增长变化也同样很小。毛利率和销售净利率出现了稳步的攀升，毛利率一直平稳攀升（2008、2009、2010年的一季度的毛利率分别为20.82、24.71、26.59）。公司业务的平稳发展，也表现了化妆品行业发展的特征，从发展特征上没有表现化工行业的强周期性的特征。通产丽星是原油价格上涨和内需拉动、国内经济增速下滑很好标的。

图 1：公司营业收入增长分析



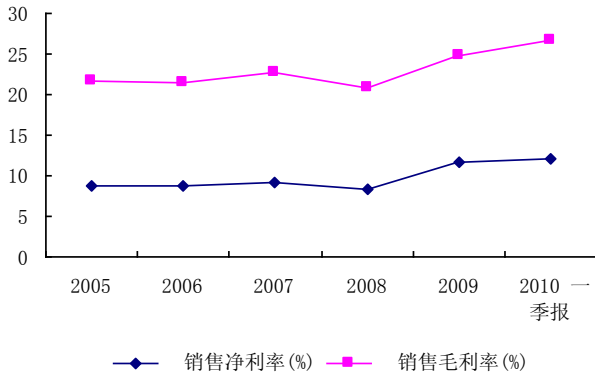
资料来源：Wind 资讯

图 2：公司净利润增长分析



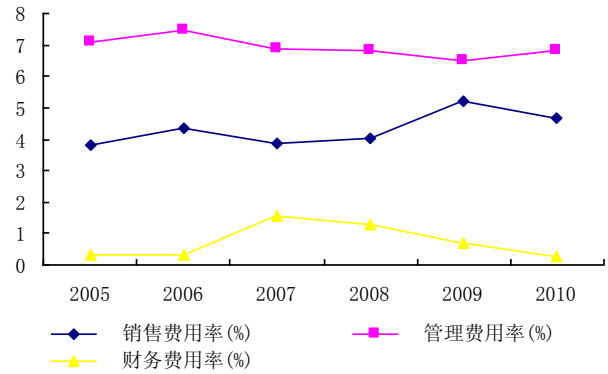
资料来源：Wind 资讯

图 3：公司毛利率和销售净利率分析



资料来源：Wind 资讯

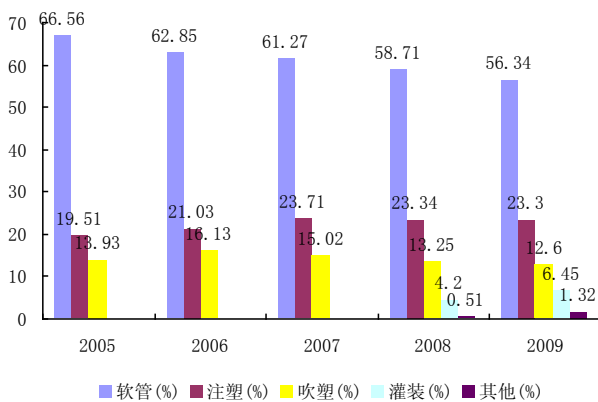
图 4：公司主要业务三项费用率分析



资料来源：Wind 资讯

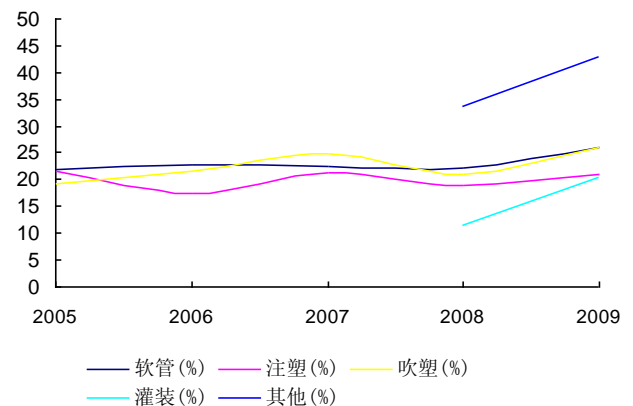
不仅公司整体业务发展平稳，单个业务发展与也比较稳定，比如软管、吹塑、注塑占业务的比例和毛利率也是变化不是很大，单个业务中软管的占比一般都是在 60%左右，注塑是在 19-24%之间，吹塑是在 12-16%之间。软管是公司的核心竞争力，公司是国内最大的化妆品软管生产企业，占有国内 14%的市场份额，产品的性能优势明显，明显了超过竞争对手万臣和万辉（总共约有 1 亿元的产值），而注塑和吹瓶相对弱一些，占到 4-5%的市场份额。竞争对手分别为寰亚和新洲。外资的竞争对手主要是法国西博尔（100 亿美元产值），日本的田野（10 亿元人民币产值）。

图 5：公司主营业务营业收入分析



资料来源：Wind 资讯

图 6：公司主要业务毛利率分析



资料来源：Wind 资讯

### 3. 公司未来拥有良好的业务增长的源泉

公司去年拥有了 5.86 亿元的产值，今年上市募集资金建设项目投产后，预计能够达到 8 亿元的产值。未来三年业绩的增长看点主要从以下五个方面：

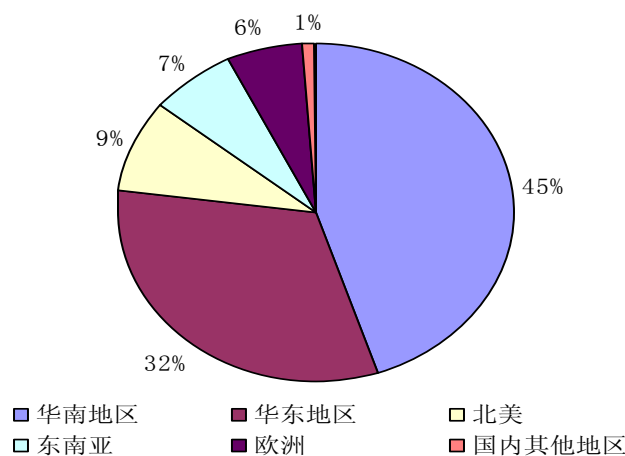
- a.公司在龙岗地区计划建设的生产基地，配套了化妆品的包装材料、可回收塑料的包装材料、化妆品的罐装，预计业绩可以在明年贡献。
- b.2011年年底苏州项目建成，预计能够贡献3亿元左右（苏州地区欧莱雅在国内最早的生产基地）。合肥建设的新项目正在论证阶段，预计2011年2月份能够审批，2012年建成投产（合肥生产基地已成为联合利华全球四大生产基地之一）。
- c.公司的主要客户中欧莱雅、联合利华、玫琳凯、妮维雅近几年业务增长迅速。
- e.公司通过技术改造生产效率提高，毛利率上升。
- f.公司逐渐向上下游扩展。在广州建设的5000万元产值的化妆品包装生产线，预计今年能够达到满产，并且在以后的项目中都会伴有化妆品包装的配套生产线。在上游方面，公司开始研发改性塑料，开始以自用为主；并且开始进军塑料回收再利用领域。

#### 4. 公司产品以内销为主，产品主要覆盖长三角和珠三角地区

化妆品包装产品由于质量轻，体积大，运输半径会受限，一般只有200公里的运输区域。因此，公司跟随者化妆品的生产基地而建设新建项目。主要是布局在长三角和珠三角。2009年，通产丽星在有深圳坂田本部2亿元的产值，广州地区有2亿元的产值，在上海生产基地有1.5亿元的产值。另外，仍然每年有20-25%出口到国外，主要是包装较小的产品，包装相对高端、对价格不是很敏感的产品。

公司总共拥有18.2亿个生产包装品的能力。其中，软管6亿元，吹瓶是3.2亿个，注塑10亿个。

图7：公司产品主要销售区域



资料来源：Wind 资讯

#### 5. 盈利预测及投资评级

我们预计公司未来三年的每股收益分别为 0.40 元、0.55 元、0.70 元。目前公司的股价在 11.08 元，对应的市盈率为 27.7 倍。我们认为，通产丽星作为化妆品的包装材料行业的龙头企业，与化妆品行业共成长，应该享有化妆品行业 40 倍的市盈率，而不是把她仅仅最为化工原材料企业。未来的目标位 16 元，给予“强烈推荐”评级。

利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	573.75	585.69	795.23	1,120.96	1,449.03
营业成本	454.32	440.97	592.22	839.63	1,090.09
营业费用	23.24	30.56	35.79	50.44	65.21
管理费用	39.15	38.15	52.49	73.98	95.64
财务费用	7.32	4.00	3.06	4.53	2.17
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	47.07	69.24	108.69	148.57	191.31
利润总额	51.82	72.49	111.69	151.57	194.31
所得税	4.46	4.66	7.82	10.61	13.60
净利润	47.35	67.82	103.87	140.96	180.71
归属母公司所有者的 净利润	47.35	67.83	103.87	140.96	180.71
NOPLAT	49.70	68.54	103.93	142.39	179.93
每股收益	0.33	0.26	0.40	0.55	0.70

资产负债表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	216.97	132.84	159.05	224.19	289.81
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	98.05	101.08	136.17	191.95	248.12
预付款项	36.64	36.31	54.08	79.26	111.97
存货	67.55	53.91	81.13	115.02	149.33
流动资产合计	425.88	328.95	438.59	621.94	814.11
非流动资产	273.39	328.18	310.86	294.55	273.15
资产总计	699.27	657.14	749.45	916.48	1,087.26
短期借款	30.00	25.00	123.76	92.71	36.72
应付帐款	69.61	50.11	73.01	103.52	134.39
预收款项	0.98	1.99	1.99	1.99	1.99
流动负债合计	217.16	127.28	225.88	226.02	201.59

非流动负债	3.00	5.50	49.39	117.61	186.33
少数股东权益	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
母公司股东权益	479.01	524.26	474.08	572.75	699.25
净营运资本	208.72	201.67	212.70	395.92	612.52
投入资本 IC	292.14	416.51	438.89	441.37	446.26

现金流量表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	47.35	67.82	103.87	140.96	180.71
折旧摊销	35.95	47.62	0.00	21.32	21.39
净营运资金增加	310.58	(7.05)	11.03	183.22	216.60
经营活动产生现金流	510.38	538.21	46.25	80.79	110.27
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(5.58)	(6.00)	(1.00)
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	(14.47)	(9.64)	(43.66)
现金净增（减）	124.03	281.64	26.20	65.15	65.61

## 分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有三年石油和化工行业研究经验。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。